

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200409046

UDC _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

中国企业债券市场流动性研究

Study on the Liquidity of
China's Corporate Bond Market

潘 晓 佳

指导教师姓名: 黄梅波 教授

专 业 名 称: 世 界 经 济

论文提交日期: 2007 年 4 月

论文答辩时间: 2007 年 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式表明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查询，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（）

（请在以上对应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

内 容 摘 要

流动性一直是金融市场微观结构理论研究的重要课题之一，西方发达国家近几十年来不论从理论还是实践上都十分重视对市场流动性的研究，其研究成果已经形成了比较完整的理论体系。流动性是证券市场的生命力所在，是企业债券市场健康发展的重要因素之一，无论从宏观还是微观方面来说，企业债券市场的流动性对市场经济的健康发展都有着重要的作用。而我国企业债券市场从 1984 年开始起步，至今发展仍较为缓慢，存在严重的流动性问题。企业债券市场已经成为了资本市场的一条“短腿”。从理论意义上讲，研究中国企业债券市场的流动性问题可以丰富这一领域的研究成果；从现实意义上讲，1997 年亚洲金融危机之后，东亚各国都致力于发展企业债券市场，大部分国家已经取得了显著的成果。我国学术界和政府机构在近年来也多次表示应该大力发展企业债券市场，在这种情况下深入分析我国企业债券市场的流动性问题对于企业债券市场的改革和建设也有一定的参考价值。

本文选取换手率作为衡量指标，运用大量数据对中国企业债券市场的流动性进行了实证分析。首先与国际市场和我国国债市场的流动性进行对比，得出我国企业债券市场流动性不足的结论。然后将上海证券交易所、深圳证券交易所和银行间债券市场的企业债券流动性进行对比，发现银行间债券市场流动性最高，上海证券交易所次之，深圳证券交易所的流动性最低。接下来本文从企业债券的流通场所、交易方式、交易品种、利率水平以及投资者结构等方面说明了企业债券市场流动性不足的具体表现。最后，在此基础上本文深入到现象背后，将市场流动性不足的表现按照影响流动性的制度因素分类，重点分析导致企业债券市场流动性不足的深层制度因素，找到了限制企业债券流动性的根源，把对我国企业债券市场流动性问题的感性认识上升到了理性认识。

关键词：企业债券；流动性；制度

Abstract

Liquidity has always been an important subject of the microstructure theory of the financial market. The developed countries have made deep researches of market liquidity theoretically and empirically in decades. Their academic achievements have been a mature theory system already. Liquidity is vital to the security market and it is also one of the important components of the corporate bond market. The liquidity of the corporate bond market also helps the growth of the whole economy. China's corporate bond market began to develop since 1984. But the process of development seems to be very slow. It suffers a serious liquidity problem and brings negative impact to the whole capital market. Theoretically, the research of the liquidity problem of China's corporate bond market can enrich this academic area. Practically, some momentous steps were taken to accelerate the development of corporate bond markets in many East Asian countries since the financial crisis of 1997. China's academic circle and government have called on the development of corporate bond market for several times. So it is meaningful to do the research of the liquidity problem of China's corporate bond market. Besides, this research could be a good reference to the reform of China's corporate bond market.

This article chooses turnover rate as a measure method and proof –tests China's corporate bond market based on a large volume of data. Compared with some international corporate bond markets and China's national debt market, this article gets a conclusion that China's corporate bond market has really suffered a liquidity problem. Then this article makes a comparison of the Shanghai stock exchange, Shenzhen stock exchange and the interbank bond market, getting a conclusion that the liquidity of interbank bond market is the highest, the second one is Shanghai stock exchange, the liquidity of Shenzhen stock exchange is the lowest. After that, this article analyzes the liquidity performances of the primary and secondary markets from several aspects, including the types of corporate bond, the ways of trading, the rate of corporate bond and the composition of investors. Based on these analysis and the new institutional economics theory, the article reaches far beyond those performances. I

find that all these liquidity problems are caused by institutions. According to the classification of the factors that affecting market liquidity,the last chapter focuses on finding the institutional factors that limit China's corporate bond market.

Key Words: Corporate Bond; Liquidity; Institution

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

导言.....	1
第一章 国内外关于流动性的理论和实证研究.....	4
第一节 国外的研究	4
第二节 国内的研究	9
本章小结	10
第二章 中国企业债券市场概述.....	11
第一节 企业债券定义.....	11
第二节 中国企业债券市场的发展历史及市场结构.....	12
第三节 企业债券市场流动性的重要性.....	16
本章小结	19
第三章 中国企业债券市场流动性的实证分析.....	20
第一节 流动性指标的选取.....	20
第二节 流动性的实证分析.....	21
本章小结	25
第四章 企业债券市场流动性不足的表现.....	27
第一节 企业债券市场在我国资本市场中的地位.....	28
第二节 企业债券流动性不足的市场表现	34
本章小结	44
第五章 制约中国企业债券流动性的制度因素分析	45
第一节 与交易成本相关的制度因素	45
第二节 与市场参与者相关的制度因素.....	46
第三节 与市场结构相关的制度因素	53
本章小结	58
结束语	59
参考文献	60
后记.....	63

Contents

Preface	1
Chapter 1 The Theoretic and Empirical Researches of Liquidity	4
1.1 The Researches of Liquidity in Western Countries	4
1.2 The Researches of Liquidity in China	9
Summary	10
Chapter 2 An Introduction of China's Corporate Bond Market	11
2.1 The Definition of China's Corporate Bond	11
2.2 The History and Structure of China's Corporate Bond Market	12
2.3 The Importance of the Liquidity of Corporate Bond Market	16
Summary	19
Chapter 3 The Empirical Analysis of Liquidity of China's Corporate Bond Market	20
3.1 The Choice of Measure Method of Liquidity	20
3.2 The Empirical Analysis of Liquidity	21
Summary	25
Chapter 4 The Performances of Liquidity of China's Corporate Bond Market	27
4.1 The Corporate Bond Market Plays an Insignificant Role in the Capital Markets	28
4.2 The Performances of Liquidity of China's Corporate Bond Market	34
Summary	44
Chapter 5 Analysis of Institutions that Limit the Liquidity of China's Corporate Bond Market	45
5.1 Institutions About Trading Costs	45

5.2 Institutions About Market Participants	46
5.3 Institutions About Market Structure.....	53
Summary	58
Conclusion	59
References.....	60
Postscript.....	63

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

导 言

一、选题背景

流动性是证券市场的生命力所在，是企业债券市场健康发展的重要因素之一。从宏观方面来说，提高企业债券市场流动性首先可以形成合理的债券定价机制，为发行人和投资者提供市场化的交易平台；其次可以降低企业债券的发行成本，吸引机构投资者，扩大企业债券的发行和投资主体，进而扩大企业债券市场的规模，使资本市场的结构得到优化。从微观方面来说，流动性的提高有助于公司融资效率的提高和公司治理结构的优化。可见，企业债券市场的流动性对整个市场经济的健康发展都有着重要的作用。

我国的企业债券市场从 1984 年开始发展，但是与股票市场或者国债市场的发展速度和规模相比，企业债券市场不仅发展缓慢，而且远远滞后于市场经济建设的需要。一个完整的资本市场应该包括均衡发展的股票市场和债券市场，但我国企业债券市场无论发行还是流通规模都远远小于其他有价证券市场。规模上的制约使得企业债券的市场功能得不到充分利用，企业债券市场已经成为资本市场中的一条“短腿”。影响企业债券市场发展的因素有很多，其中一个重要因素就是企业债券交易不活跃，有行无市，市场流动性很差。投资者已经把企业债券当作低流动性的品种对待，大量资金为了流动性的需要不愿意投资企业债券，而投资者的缺乏使得企业债券市场失去了发展的基础。

从理论研究的角度来看，目前大多数学者都认为我国企业债券市场存在着流动性问题，并且从宏观和微观的角度都进行了分析。但大多数研究只是归纳总结了现象，缺乏系统、详尽的分析。本文在流动性理论研究的基础上结合大量具体的数据，深入分析了企业债券市场流动性不足的具体表现和内在制约因素，丰富了这一领域的研究。

从现实的角度来说，亚洲金融危机之后，东亚各国都意图改变长期以来过度依赖银行融资体系的现状，着力发展企业债券市场。我国学术界和政府机构也在近年来多次表示应该大力发展企业债券市场，发挥其在长期融资方面的作用。2005 年我国企业债的发行量为 654 亿元，在 2004 年的基础上翻了一番；2006 年的发行量跃升为 1015 亿元，增幅达到 55.2%；2007 年 1 月中旬召开的全国金融工作会议也提出要扩大企业债券的发行规模。发行规模的逐渐扩大表明国家发展

企业债券市场的意愿非常强烈，但是各种市场交易数据却说明企业债券流通市场的情况并不尽如人意，没有一个健康的，高流动性的流通市场做为支持，发行市场的扩大也是有限的。在这样的背景下，研究我国企业债券市场的流动性问题就显得很有必要，所以本文的写作也有一定的现实意义。

二、本文思路及结构

本文一共分为五个部分，主要的结构安排和内容为：

第一部分（第一章），阐释国内外学者关于流动性的理论和实证研究成果。包括对流动性的定义、关于流动性的测度以及影响流动性的因素。这一部分内容为以下三个部分的写作提供了总体的分析框架。

第二部分（第二章），首先区分了企业债券和公司债券的定义，界定了本文的研究对象；然后总结了中国企业债券市场的发展历史并概述了企业债券市场的基本结构；接下来指出了企业债券市场流动性的涵义，重点分析了流动性对于企业债券的发行人、投资者以及整个资本市场的重要性。这一部分内容为下面两个部分的分析提供了较为详细的背景资料。

第三部分（第三章），使用换手率作为测度指标，结合大量的历史数据和最新数据对我国企业债券市场的流动性做了实证比较和分析，得出我国企业债券市场流动性不足的结论。

第四部分（第四、五章），运用大量数据证明然后分析了第三章的结论。第四章主要描述企业债券市场在我国资本市场中的地位以及流动性不足的市场表现，属于对流动性问题的感性认识。第五章深入到现象的背后，探究导致流动性不足的深层制度因素，属于对流动性问题的理性认识。

三、本文创新

本文的创新点之一：采用换手率作为衡量指标，首先将我国与东亚其他几国企业债券市场的流动性进行对比，然后将我国企业债券市场与国债市场的流动性进行对比，得出我国企业债券市场流动性不足的结论。首次引入银行间债券市场，使用 2006 年 1 月～2007 年 2 月的月度数据比较分析了企业债券在证券交易所市场和银行间债券市场的流动性，得出银行间债券市场流动性较高的结论。

本文的创新点之二：企业债券的流通市场、交易方式、交易品种、利率水平以及投资者结构都是与企业债券流动性密切相关的因素，本文收集了目前流通市

场上所有上市交易的企业债券的相关数据（2000 年 11 月～2007 年 2 月），对各个要素进行了深入细致的分析和说明，作为论据支持了本文的论点。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 国内外关于流动性的理论和实证研究

流动性是证券交易的基本需要，一直是金融市场微观结构理论研究的重要课题之一。西方发达国家近几十年来不论从理论还是实践上都十分重视对市场流动性的研究，在流动性的定义、测度方法以及影响因素等方面取得了丰富的研究成果，形成了比较完整的理论体系。

第一节 国外的研究

一、流动性的定义

Demsetz (1968)^①分析了做市商报价形成过程中买卖价差 (bid-ask spread) 产生的原因，并基于买卖价差提出了交易“即时性”的概念，这可以看作流动性概念的雏形。此后许多学者尝试对流动性下定义，但是由于流动性所涉及的内容非常广泛，是一个很难精确定义的概念，迄今为止还没有一个定义可以涵盖流动性的全部内容。学术界对流动性的定义还没有达成共识，学者们对流动性所下的定义随各自研究侧重点的不同而有所区别。

1. 强调交易价格。Kyle (1985)^②指出：市场流动性最重要的衡量指标是买卖价差，买卖价差越小，表示立即执行交易的成本越小，市场流动性也越好。

2. 强调交易价格和交易速度。O'Hara (1995)^③认为流动性是“立即完成交易的价格 (the price of immediacy)”；Schwartz (1988)^④认为流动性是“证券持有人能够以合理的价格快速成交的能力”；Lippman 和 McCall (1986)^⑤则将流动性定义为“若一资产能以预期的价格迅速出售，则称此资产具有流动性”。

Amihud 和 Mendelson (1989)^⑥认为流动性可以从两个方面来评估：在特定时间内完成交易所需要的成本，或者寻找一个理想价格所需要的时间。该定义区分了交易成本和交易时间，因为并非所有市场参与者对立即成交的需求都迫切。

^① Harold Demsetz. The Cost of Transacting[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1968, 82 (1): 33-53.

^② Albert S. Kyle. Continuous Auctions and Insider Trading[J]. Econometrica, 1985, 53 (6): 1315-1336.

^③ Maureen O'Hara. Market Microstructure Theory[M]. Cambridge, Mass.: Blackwell Publishers, 1995.

^④ Robert A. Schwartz. Equity Markets: Structure, Trading, and Performance[M]. New York: Harper & Row, c1988.

^⑤ Lippman, S. A., McCall, J. J. An Operational Measure of Liquidity[J]. The American Economic Review, 1986, 76 (1): 43-45.

^⑥ 詹场、胡星阳 (台湾). 换手率衡量流动性方法之综合评论[J]. 国家科学委员会研究汇刊: 人文及社会科学, 2001 (3): 206.

3. 强调交易量对交易价格的影响。Glen (1994)^①把流动性定义为：迅速完成交易且不造成大幅价格变化的能力；期权定价公式的作者 Black (1971)^②指出：在具有流动性的市场中，市场买卖报价总是存在，同时价差相当小，小额交易可以被立即执行而对价格产生较小的影响，在较长时间内可以进行大额交易且交易价格不会发生很大变化。

二、关于流动性测度的研究

从学者对流动性的定义可以看出，流动性实际上包含了交易成本、交易时间、交易量以及交易量对价格的影响等内容。Kyle (1985)把流动性分解为三个指标：密度 (tightness)、深度和弹性，其中密度指交易价格偏离有效价格的程度，即宽度。Schwartz (1993)指出深度、广度 (breadth) 和弹性是一个具有流动性的市场应该具备特性。Harris (1990)指出：流动性包括宽度、深度、即时性和弹性四个维度，比较完整地描述了流动性的特征^③。深度 (Depth) 反映了在某个特定的价格水平上可交易的数量。一定价格下可交易的数量越大或一定数量的交易对价格的冲击越小，就表明该市场深度较大，市场流动性较好。该指标从交易量的角度对流动性进行了描述。宽度 (Width) 是指买卖双方报价偏离市场中间价格的程度。当买卖价差足够小的时候，市场具有宽度，流动性较好；反之，市场缺乏宽度，流动性较差。该指标反映了为达成交易，买方所支付的溢价和卖方所承担的折价，即交易成本的大小。即时性 (Immediacy) 是指交易可以及时完成，即卖方可以迅速卖出证券，买方也可以迅速买到需要的证券。在其他条件相同的情况下，完成一次交易所需要的时间越短，市场的流动性越高。该指标衡量了流动性的时间因素。弹性 (Resiliency) 是指由于一定数量的交易导致价格偏离均衡水平后，市场价格恢复到均衡价格的速度，在高弹性的市场上，订单对于价格的变化非常敏感。该指标描述了交易量对交易价格的影响。

总的来说，一种资产和现金能够以较小的交易成本迅速相互转换时，我们就说该资产具有流动性，市场流动性越高，则进行即时交易的成本就越低。

以上指标的提出使学者们从微观上度量流动性成为可能。有了坚实的理论基础，学者们开始转向利用高频数据对流动性进行实证研究，构建了许多计量模型

^① 吴磊，陈日华. 证券市场流动性述评[J]. 同济大学学报 (社会科学版), 2005, 16 (2): 115-119.

^② 许凯. 银行间债券市场流动性研究[D]: [硕士学位论文]. 北京: 清华大学经济管理学院, 2005.

^③ 刘逖. 如何衡量流动性: 理论与文献综述[J]. 上证研究, 2002 (2): 117.

从定量的角度对流动性进行测度。詹场和胡星阳（台湾，2000）按照变量种类将所有衡量流动性的方法分为三大类：基于价格的测度方法、基于时间的测度方法和基于交易热络程的测度方法。国内对流动性的分类方法以刘逖为代表，通常将测度指标分为四类：价格法、交易量法、价量结合法以及时间法。

价格法中的价差类指标度量买卖价差偏离市场中间价格的程度，即衡量市场宽度。早期关于流动性的研究基本上都只围绕价差类指标进行，多是以报价价差为主，近年来所用的价差多为修正之后的价差^①。Harris（1990）给出了三种价差指标，分别为：报价价差（bid-ask spread），即成交前做市商报出的买卖价差；实际价差（realized spread），即成交价格与在成交一段时间后市场上有效价格的差额；有效价差（effective spread），即做市商报价以后实际成交价与成交前买卖报价中点之间的差额。Roll（1984）^②以价差为基础提出了著名的价差估计模型： $S_t = \frac{1}{2} \sqrt{-\text{cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})}$ 。Roll认为，在市场有效的前提下，相邻两个价格的变化纯粹是由价差引起的；而且成交价不是买进报价便是卖出报价，即是说相邻两期价格的变动必然是负相关的，相邻两期价格变化的负的协方差越大，有效价差越大，市场流动性就越小。类似的还有 Huang 和 Stroll（1996）提出的有效价差估计模型^③。

除了纯粹以价格为主的价差模型外，还有学者将买卖报价所对应的承买承卖数量纳入衡量流动性的模型。Kyle（1985）提出的模型： $P(y) = \mu + \lambda y, D = \frac{1}{\lambda}$ ，属于典型的价量结合法测度指标，以此来衡量证券市场的深度。该式的计算方法是用价格的变化对净交易规模进行回归，待估计的参数为价格影响系数。式中， $P(y)$ 是价格，为交易量的函数； μ 是真实价值； y 是交易量； λ 是回归系数， D 为市场深度，是 λ 的倒数。以 λ 衡量价格对交易量的敏感度。 λ 越小， D 越大的证券，其价格越不容易受交易的冲击，即是说该市场流动性越高。

由于测度流动性的指标和模型非常多，在此就不赘述。但是Bernstein（1987）指出：没有一个唯一的计量方法能够完全表达有关流动性的整个含义。Schwartz

^① 詹场、胡星阳（台湾）. 换手率衡量流动性方法之综合评论[J]. 国家科学委员会研究汇刊：人文及社会科学，2001（3）：208.

^② Richard Roll. A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market[J]. The Journal of Finance, 1984, 39（4）：1127-1139.

^③ Roger D. Huang, Hans R. Stroll. Dealer versus Auction Markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE[J]. Journal of Financial Economics, 1996（41）：313-357.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库